

木材家具业

**G 宜华 600978**

**增持**

2006/08/30

前次评级 — 增持

## 内外销并举，双轮驱动公司持续成长

**当前股价** 2006/08/28  
**RMB 9.12**

### 基础数据

总股本 (百万股)	362
流通 A 股 (百万股)	125
流通 B 股 (百万股)	N/A
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (亿元)	11.44

### 财务数据

市净率 06H1 (X)	3.82
每股净资产 06H1 (元)	2.39
EPS 06H1 (元)	0.17
股息率 (%)	1.33
TRACING P/E (X)*	26.06

\*最近四季盈利计算。

### 相关研究

《实木地板消费税开征不影响公司业绩》

2006/03/22

《抵御汇率风险能力强，今年业绩继续明显提升》

2006/03/21

分析师

周焕

(0755) 8249 2072

zhouhuan@lhqz.com

### 经营预测与估值

	2005A	2006E	2007E	2008E
主营收入净额 (百万元)	786.6	1091.2	1434.7	1898.5
主营利润 (百万元)	203.5	280.2	384.3	528.5
净利润 (百万元)	104.3	158.5	220.3	312.6
EPS (元)	0.346	0.438	0.609	0.864
P/E (X)	26.4	20.8	15.0	10.6
净资产收益率 (%)	14.1%	19.4%	24.2%	30.1%

■ 我国家具业出口延续 2002 年以来的快速增长态势，05 年中国家具出口金额增长 32.98%，达 137.67 亿美元，预计今年亦可增长 30% 以上。目前中国家具出口额只占世界贸易总额的 20%，在全球家具产业转移的大背景下出口还有继续增长的广阔空间，宜华未来 3-5 年出口形势乐观。

■ 上半年虽然木材价格上涨，但公司通过产品提价使得毛利率不降反升，同比增加近 3 个百分点，印证了我们前期报告中关于公司具备较强议价能力，可以维持 25% 以上毛利率的判断，且这种议价能力具备可持续性。

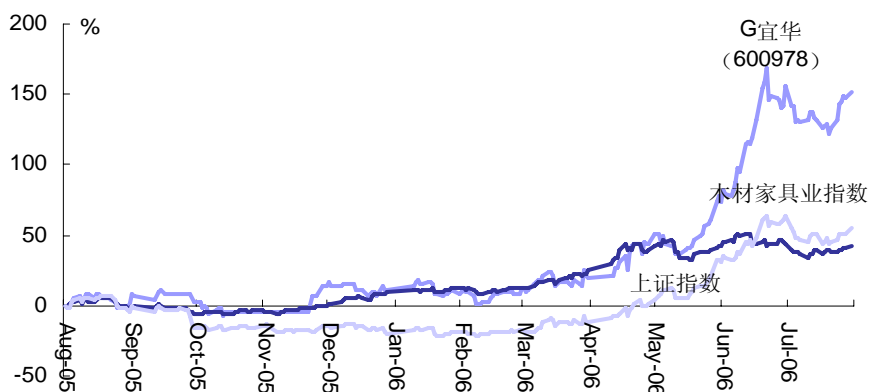
■ 对森林资源的掌握将使宜华获得明显的成本优势，这是公司区别于其他实木家具企业最核心的竞争力所在。

■ 目前国内家具人均年消费能力约 11 美元，仅为发达国家的 1/18，产值比重只占到全球 9%，发展空间巨大。从公司的内销策略和经销商的反应来看，我们对公司国内市场的前景表示乐观，将成为新的利润增长点。

■ 预计今年净利润增长 52%，内外销并举将使公司具备良好的成长性。

■ 中高档实木家具具有成为一种奢侈品的趋势，优势生产企业可以保持较高的盈利水平，资本市场应给予该行业较高的估值，“资源 + 高档消费品制造”的定位使得公司合理股价在 12 元以上，建议“增持”。

### 最近 52 周股价表现 - 2006/08/28

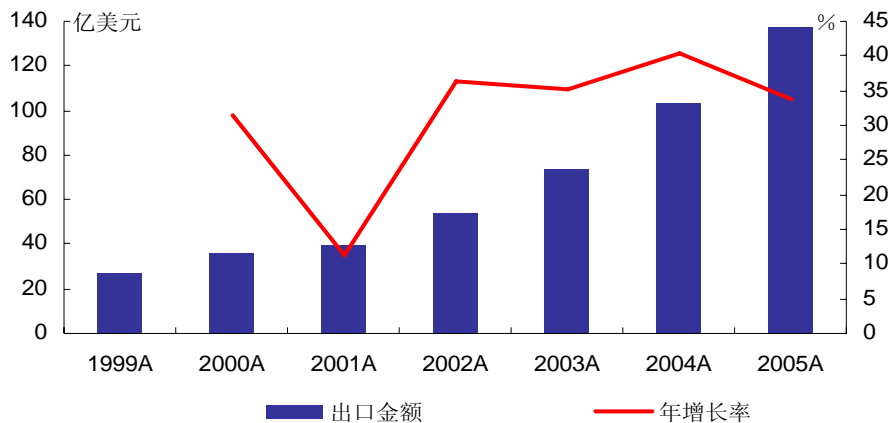


## 出口保持快速增长，未来空间依旧广阔

今年以来中国家具出口增长强劲势头未改

国家统计局和海关数据显示，我国家具业出口延续 2002 年以来的快速增长态势。05 年中国家具出口金额增长 32.98%，达 137.67 亿美元，接近传统的家具第一出口国—意大利的水平。出口以木制家具为主，金额达 68.4 亿美元，增长 63.5%，占总出口金额的 50% 左右。06 年以来外销的强劲势头未改：一季度广东出口家具 15.4 亿美元，同比增长 25.3%；1-6 月天津口岸出口家具 4.15 亿美元，同比增长 29.02%。

图 1、中国家具出口情况



数据来源：中国海关，联合证券研究所。

和行业的整体表现相一致，以外销为主的宜华木业上半年主营收入达 3.92 亿元（其中出口额占 99%），同比增长 29.15%，净利润 6114 万元，同比增长 47.82%。

虽然已经经历了连续 4 年的高速增长，但我们认为在全球家具产业转移的大背景下中国家具出口还有继续增长的广阔空间。

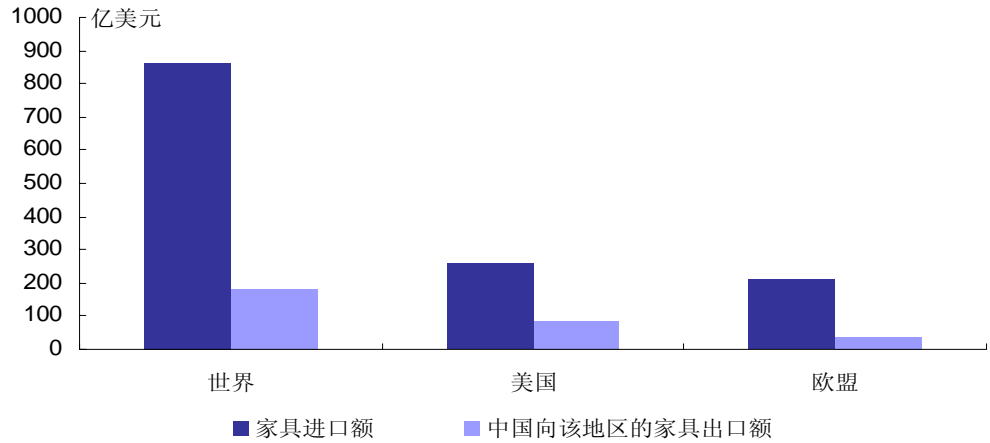
据意大利米兰产业研究中心预测，06 年世界家具贸易总额将达 860 亿美元，美国、德国、法国、英国和日本等进口大国家具进口量持续增长。美国是驱动世界家具贸易的火车头，家具消费量全球第一，06 年家具市场需求约 800 亿美元，其中进口额将达 260 亿美元。德、法、英三国合计进口额约 210 亿美元，日本进口额约 40 亿美元。这五个国家合计家具进口额将达 510 亿美元，占世界贸易的 60%。

中国家具出口只占世界贸易额 20%，行业及公司外销形势乐观

预计 06 年中国家具出口额同比增长依然在 30% 以上，占世界贸易总额的 20% 左右，对美出口近 84 亿美元，占美国进口家具总金额的 32%。我们认为，中国家具业相对于发达国家具备劳动力成本低廉优势、相对于其他发展中国家具备精良的传统木器加工工艺和完整的产业集群优势，中国将成为世界家具制造中心。目前中国家具的出口额占世界贸易额的比例并不高，未来几年还将保持较快的增长。我

们认为宜华未来 3-5 年的出口形势还是比较乐观的。

图 2、世界家具贸易与中国出口情况（2006 年）



数据来源：中国木材市场网，联合证券研究所。

## 产品提价有效化解木材成本上涨

公司具备较强议价能力，毛利率不降反升

受世界森林资源保护日益严格的影响，06 年以来木材（尤其是热带硬木）价格继续上涨，上半年公司地板料价格上涨了 20%，家具用木材上涨了 5-8%。为应对成本上涨，公司产品平均提价了 10% 左右，虽然地板的毛利率同比下降了 3.27 个百分点，但由于占收入比重 90% 的家具业务毛利率提升了 3.44 个百分点，导致综合毛利率达 27.36%，同比上升了 2.97 个百分点。在原料成本上升的前提下，公司通过产品提价化解原料成本上升的压力，盈利能力不降反升，印证了我们在前期报告中指出的公司具备较强议价能力（海外家具经销商利润丰厚、家具款式快速变化利于隐蔽提价等），可以维持 25% 以上毛利率的判断。

我们认为公司的议价能力具备可持续性，即使面临人民币升值的长期趋势，出口家具的毛利率还可以维持在一个较高的水平。

## 公司核心价值的源泉：对森林资源的掌控

对森林资源的掌握是公司区别于其他实木家具企业的核心竞争力所在

由于进入门槛较低，中国家具生产企业有上万家。我们认为，在这种竞争激烈的格局下，木制家具企业的核心价值不在生产环节，而分别在上游的木材供应和下游的销售渠道。

由于国内消费者品牌忠诚度较低，国内家具销售大多通过经销商，以大家具卖场中的专卖店形式销售，家具企业自建店的情况较少，目前也没有非常成功的案例；而由于我国家具企业目前还不具备在海外自建销售渠道的实力，出口家具更是依赖于海外的销售商。因此，国内家具企业现阶段普遍缺乏对下游销售渠道的控制，核

心价值更多地来源于对上游木材资源的掌控。

宜华木业目前掌握的森林资源主要有两个：苏里南的 4 万公顷原始林和子公司宜华林业的 10 万亩速生丰产林。前者可充分保障公司对优质热带硬木的需求，成本比外购低 30% 以上，预计第一批木材将于 9 月中旬装船，11 月底运抵国内。而 10 万亩速生林也将于今年末进入采伐期，效益将主要在明年体现。

对森林资源的掌握将使公司获得明显的成本优势，这是公司区别于其他实木家具企业最核心的竞争力所在。

## 出口骄子的华丽转身：进军国内家具市场

**国内家具消费将随收入水平提高快速增长**

过去的“十五”时期是中国家具业高速发展的五年。2005 年，家具行业总产值同比增加增加了 27%，达到 3400 亿元，是 2000 年 1200 亿元总产值的 2.83 倍，五年中年均增长超过 20%。但据权威机构统计，目前国内家具人均年消费能力约 11 美元，仅为发达国家的 1/18，产值比重只占到全球 9%，发展空间依然巨大。预计未来 5 - 10 年，随着人民收入和生活水平的不断提高，国内家具消费将持续快速增长。

**内销将成公司新的利润来源**

宜华木业看好国内家具消费的发展潜力，近日借 19 届深圳国际家具展之机，高调宣布了进军国内家具市场的战略。从公司在展会上推出的三款家具系列来看，主要面对的是中端市场，既有适合年轻人群的北欧风格的板式家具，又有适合中产阶级的欧式和中式实木家具，价格较统一档次的国内其他产品偏低，比较具有竞争力，目前已有约 200 家国内家具经销商有意于公司合作。公司将通过评估筛选合适者。公司计划在今年 9 月到明年 8 月的一年间，通过筛选合格的经销商在一、二线城市建立 200 家左右的专卖店。据公司估计，国内家具销售毛利率比出口高约 3 - 5 个百分点，虽然在市场开拓、售后服务等环节内销费用高于外销，但综合计算内销家具的盈利能力至少不低于外销。

宜华木业有着十年生产家具的经验，从这次展会推出的内销家具款式、价格以及经销商的反应来看，我们对公司国内市场的前景表示乐观，将成为新的利润增长点。

## 内外并举推动公司持续增长

**06 年净利润劲增 50% 以上**

由于出口订单饱满，公司预计今年前三季度净利润同比增长 50% 以上。受益于坏帐准备的冲回，上半年管理费从去年同期的 3.67% 下降到 1.92%，预计今年全年较去年有所降低；上半年由于发行短期融资券而大增的财务费用下半年将有所减少；而下半年国内市场的推广工作将使营业费率小幅上升。我们推测全年公司净利

润同比增长将达到 52% 左右。

### 木业城 8 月投产提 供产能保障

由于意外情况导致木业城一期项目从 4 月初开始停产，公司目前主要依靠租赁的 4 家家具厂的设备作为新增产能投入运营。据了解木业城一期将于 8 月底重新投产，达产后产能是公司现有的一倍以上，为未来两年公司的成长提供了有力保障。

无论从出口还是内销市场来看，我们认为公司都还有广阔的发展空间，最近几年将保持良好的成长性。

表 1、公司盈利预测（百万元）

	2005A	2006E	2007E	2008E
主营业务收入	786.6	1091.2	1434.7	1898.5
主营业务成本、税金	583.1	811.0	1050.4	1370.0
主营业务利润	203.5	280.2	384.3	528.5
其他业务利润	0.0	0.0	0.0	0.0
营业费用	37.0	51.3	67.4	89.2
管理费用	27.8	32.8	44.4	58.5
财务费用	20.6	15.8	19.9	22.0
营业利润	118.1	180.3	252.6	358.7
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
补贴收入	2.6	2.6	2.6	2.6
营业外收支	(0.7)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
利润总额	120.0	182.4	254.7	360.8
减:所得税	15.6	23.8	33.2	47.0
减:少数股东损益	0.1	0.1	1.2	1.2
净利润	104.3	158.5	220.3	312.6
EPS（元）	0.35	0.44	0.61	0.86

数据来源：联合证券研究所。

## 不应用普通制造业的估值标准来衡量公司价值

“资源 + 高档消费品制造”的定位使得公司合理股价超过 12 元，建议“增持”

由于全球原始森林资源的日益匮乏、各国保护力度的加强，使用了珍贵天然硬木的实木家具成本将不断上升，而使用的舒适性使得其很难被其他材料的家具替代，因此我们认为中高档实木家具有成为一种奢侈品的趋势，价格将随着成本的上升不断走高，优势生产企业可以保持较高的盈利水平。相对于毛利率呈下降趋势的其他制造业而言，资本市场应给予实木家具行业较高的估值水平，而对上游森林资源的掌控使得宜华木业相对同行的竞争优势更加明显，应将其定位为“资源 + 高档消费品制造”型企业，享受估值溢价。

FCF 估值显示公司的合理股价为 12.37 元，相当于 06 年 28 倍、07 年 20 倍市盈率，考虑到行业和公司特点，我们认为这一估值水平是合理的，建议“增持”。

**表 2、FCFE 估值**

<b>核心企业价值</b>	<b>447848.08</b>
加：短期投资	0
减：债务	1159
股票市值	449007
<b>每股价值（人民币）</b>	<b>12.37</b>
Ke(%)	12.27
无风险利率(%)	4.80
调整后的 Beta	0.93
市场风险溢价(%)	8.00
假设长期增长率(%)	4.00

数据来源:联合证券研究所。

## 联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

## 联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

## 深 圳

深圳深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层 邮政编码: 518001

TEL: (86-755) 8249 2080 FAX: (86-755) 8249 3318

E-MAIL: LZRD@LHZQ.COM

## 上 海

上海浦东陆家嘴东路 161 号招商局大厦 34 层 邮政编码: 200121

TEL: (86-21) 5840 6452 FAX: (86-21) 5840 6254

E-MAIL: LZRD@LHZQ.COM

**重要申明** — 本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性。本报告为联合证券研究所对研究对象一定时期的分析研究, 其中观点或陈述可能因时间的变化而变化或与事实不完全一致, 如欲了解对该对象最新情况的评述, 谨请参阅本公司最近期相关报告。本报告所载信息均为个人观点, 并不构成所述证券的买卖建议。© 联合证券有限责任公司研究所, 2006。版权所有, 未经授权不得复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容, 务必联络联合证券有限责任公司研究所。